

关于我国适时推出股指期货的探讨

郑怡婷

(厦门大学, 福建 厦门 361005)

【摘要】随着我国宏观经济的持续增长和金融创新,金融深化步伐的加快,金融产品的创新已成为经济发展尤其金融发展的重中之重。股指期货作为西方发展迅速成熟的一种金融工具,如今已经成为了交易所交易金融衍生品中的主流产品,适时推出股指期货是中国金融衍生品市场发展的内在需要。在中国股指期货呼之欲出的背景下,本文主要借鉴其他地区发展股指期货的经验,分析了股指期货推出对市场的影响及面临的问题,并提出了相应的建议。

【关键词】股指期货;金融衍生品

2008年由次贷危机引发的金融危机爆发以来,作为市场交易工具的金融衍生品成为各方关注的焦点,谴责的声音、限制的声音此起彼伏,仿佛衍生品就是金融危机的罪魁祸首。金融危机表面看由于金融衍生品将风险扩大并带到世界的每一个角落,但本质上来讲,金融衍生品只是工具,是人们的贪婪和无知将杠杆无限制扩大,才酿成了此次危机。正如芝加哥商交所创始人里奥·梅拉梅德所说:“金融衍生品是一种不可或缺的工具,危机并不是金融工具自身的错,不要责备一个铅笔因为人们用这个铅笔写下了不好的东西。”事实上,合理地运用股指期货等金融衍生品不仅不会扩大风险,反而能够对冲风险,对现有的资产组合进行保值增值。

一、亚洲股指期货市场发展经验借鉴

它山之石,可以攻玉。研究海外股指类衍生品的发展路径及其原因,不仅可以为我国股指期货市场平稳运行提供借鉴,更有利于我国股指衍生品市场的可持续发展,使我国股指衍生品市场步入一个健康的发展轨道。从海外交易所交易金融衍生品的发展顺序来看,基本上都遵循了从股指期货到股指期货的顺序原则。从表1可以看出,海外成功的股指市场都在推出股指期货大约一年左右的时间推出了相同标的指数的股指期货。这种几乎一致的产品推出顺序,必有其内在价值和逻辑值得借鉴。

表1 其他国家或地区推出股指期货与股指期货的时间表

国家(地区)	股指期货		股指期货	
	名称	推出时间	名称	推出时间
美国	S&P500	1982.4.21	S&P100	1983.3.11
			S&P500	1983.7.1
日本	日经225	1988.9	日经225	1989.7.12
韩国	KOSPI200	1996.5.3	KOSPI200	1997.7.7
中国台湾	台湾加权股指期货	1998.7.21	台指期权	2001.12

资料来源:相关交易所网站

由于国家和地区间的金融市场,无论从规模、制度还是开放程度等方面均存在差异,不同市场上股指期货的发展也呈现出不同的特点,而韩国和中国台湾地区无论是从文化、地域、经济状

况、金融环境等方面均与我国现状较为相似,因此这些市场股指期货产品的发展经验具有较大的借鉴意义。

1. 韩国交易所(KRS)

韩国金融衍生品发展源于其资本市场的逐步开放,境外投资者交易量快速增长。由于金融衍生品发展停滞不前,缺乏对冲系统风险的工具,投资者对其需求强烈。1987年全球股灾前不久,韩国开始建立金融衍生品市场,KOSPI200指数产品获得了空前成功,交投情况异常火爆,连续多年高速增长。KOSPI200指数期权市场上,个人投资者一度占据绝对主导地位。2000年韩国交易所凭借KOSPI 200指数期权首次挤入世界前五强,之后更是连续多年蝉联第一,在全球的衍生品市场有着举足轻重的地位。

韩国股指期货市场的成功发展主要归功于期权合约设计的合理性。一方面,其标的KOSPI200这一指数价格波动率较大,期权的运用可以有效规避波动风险;另一方面,KOSPI 200股指期货采用欧式期权,一个点的权利金为1000韩元,约合1美元左右。低门槛和低廉的交易费用极大地刺激了投资需求,使得散户投资者也能轻松参与股指期货交易,扩大了金融衍生品交易的投资者范围,增强了市场的流动性。

2. 台湾期货交易所(OSE)

在过去的几年里,台湾股指期货发展迅速,随着合约品种的不断推出,台湾股指期货市场交投日益活跃。曾在2002至2005年短短的三年内创下交易量飙升50倍的奇迹。至2011年,该市场期权成交量达到1.2亿手,占整个期货市场总成交量的68.73%,跃居所有期权和期货品种之首。台湾期权市场的快速发展,得益于台湾交易所对期权合约的合理设计、各项配套制度的推进以及期权从业人员的有效推广等。2001年台指期权推出时,做市商制度就起到了重要作用。做市商制度增加了市场流动性,缩小了市场买卖价差,有利于各类投资者积极参与期权交易,提高了期权市场的交易量。台湾期货期权交易法规对机构交易限制减少以及交易成本下降,保证金制度的调整、期交税的调降等也是推动期权市场发展的重要因素。

二、股指期货对金融市场的影响

1. 股指期货有助于投资者规避系统风险

风险管理是股指期货最主要的经济功能。由于我国政府政策的不连续性和法律法规的不完善带给股票市场的冲击时有发生,市场对于政策性消息的反应过于激烈,造成股市波动较大,也使投资者面临更大的风险。股指期货对于股票和基金投资进行套期保值,但是在做空机制下,股指期货自身可以产生巨大的市场动力,从而导致新的风险。因此,需要针对股指期货的对冲工具。股指期

表4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.	检验结果
Lags:6				
Y does not Granger Cause X	88	2.27977	0.0448	
X does not Granger Cause Y		2.6328	0.0227	
Lags:7				
Y does not Granger Cause X	87	1.96969	0.0711	接受
X does not Granger Cause Y		2.61197	0.0184	拒绝
Lags:8				
Y does not Granger Cause X	86	1.63487	0.1309	接受
X does not Granger Cause Y		2.35474	0.0266	拒绝
Lags:9				
Y does not Granger Cause X	85	1.39949	0.2065	接受
X does not Granger Cause Y		2.16112	0.0361	拒绝
Lags:10				
Y does not Granger Cause X	84	1.36515	0.2172	接受
X does not Granger Cause Y		2.27507	0.024	拒绝

中国与美国是当今世界上最大的两个经济体,基于两个国家的增长前景和投资机会,资金在两个国家之间流动。在资金流动的过程中,出现了美元强弱和中国股市的翘翘板效应。从本文的研究结果来看,美元的强弱对中国股市走势有短期的冲击,在一定程度上影响着中国股市的价格。

根据Granger检验结果,美元指数走势对中国股市短期有引导作用,我认为有以下几个原因:一是我国没有完全实行利率市场化,股票价格的变化即使能影响到财富或货币需求,也无法改变利率水平,进而无法影响人民币汇率,从而无法影响美元强弱。二是我国国际收支中资本金融账户没有完全开放,资本仍然受到严格管制,不能自由流动。这就使得投资组合方式传导途径(即股票价格 财富 货币需求 利率 资本流动 汇率)中的利率环节和资本流动环节都被切断,股市波动自然无法对汇率产生影响。

参考文献

- [1]巴曙松,严敏.股票价格与汇率之间的动态关系——基于中国市场的经验分析[J].南开经济研究,2009(3).
- [2]陈雁云,赵惟.人民币汇率变动对股票市场的影响[J].现代财经,2006(3).
- [3]邓攀,杨朝军.汇率制度改革后中国股市与汇市关系:人民币名义汇率与上证综合指数的实证研究[J].金融研究,2007(12).
- [4]吕江林,李明生,石劲.人民币升值对中国股市影响的实证分析[J].金融研究,2007(6).
- [5]Bahmani-Oskooee,M,Sohrabian,A.Stock Prices and the Effective Exchange Rate of the Dollar[J].Applied Economics,1992(4).

权结合股指期货可以设计出多种多样的投资组合,来满足不同投资者的投资需求。因此,股指期货在市场的风险转移过程中起到了极为重要的作用,而且能增加基础证券市场的有效性。

2. 股指期货可以增加市场的流动性

我国股市风险的一个特征是竞争不充分,市场流动性差,这种市场非均衡性与市场投资主体有密切的联系。由于期权交易拥有做多、做空的双向机制,市场交易者无论在股市高涨期或低迷期都可能进行投资获利活动,通过股指期货的开展,可以形成多重系列的风险投资组合,并且由于杠杆作用,可吸引各类投资的参与,极大地推动证券投资基金、保险基金和社会养老基金等机构投资者进入股票市场,并能大大提高市场交易量,促进市场套利行为,充分发挥资金的效率,提高市场流动性,促进我国股市走向理性化。

3. 股指期货可以提高金融市场的效率

我国股市风险的特征还表现在投机过度。股指定位时常不合理,造成这种现象的一个重要原因是现货市场缺乏有效的远期价格发现机制。由于股指期货、股指期货和现货皆受到相同的信息驱动影响,理论上现货市场价格将与期权市场、期货市场价格同步变动。但受制于交易成本、流动性等因素影响,股指期货对于市场风格的变化反映更为迅速。投资者在进行股指期货交易时可搜集各种信息进行综合分析,估计未来股市的大致走向,这样有利于提高股票现货市场的透明度,引导投资者的理性交易。通过期权的各种套利活动使股指波动合理化,充分发挥股市国民经济风向标的作用。

三、我国推出股指期货的可行性

1. 股票市场规模的日渐扩大

经过二十多年的发展,我国股票市场规模不断扩大,为股指期货期权奠定了基础,目前中国资本市场中A股市场上市公司2469家,累计融资4.4万亿元(人民币,下同),总市值超过20万亿元。这表明我国的标的股票市场已经逐步壮大与完善,逐渐形成了以沪深两市为主体的全国性股票现货市场,为股指期货的发展提供现货基础。一个成熟的资本市场产品,衍生产品,以及结构性产品构成,兼备融资、投资、风险管理等多元功能。因此,股指期货是完善资本市场体系的必然要求。

2. 股指期货的成功推出

一个金融市场的完善必须要有期货和期权相配套。因为期货市场反映的是人们对未来市场均值的预期,期权市场反映的是投资者对未来波动的预期。具有相同标的的期权和期货结合可以设计出多种多样的投资对冲组合,提高整个证券市场的有效性。以沪深300指数作为标的物的股指期货已经在2010年4月由中国金融期货交易所推出,该品种自推出以来市场运行平稳、运行质量高,已成为比较成熟的品种。借鉴国际股指类衍生品市场的发展,在沪深300股指期货平稳运行一段时间后,可以适时推出相同标的的股指期货产品,完善我国金融衍生品市场。

3. 交易制度和技术的不断完善

随着中国金融期货交易所的成立,结合我国期货市场的多年实践,我同股票和期货交易统一的法规和监管体系已基本形成。包括涨跌停板制,头寸限制制度,逐日盯市和追加保证金制度,市场监管,强制平仓制度等已基本建成并与电脑技术相结合开发出有效的风险监控系統,这一切不仅有利于市场的稳定和市场的稳定,也为股指期货开展提供制度和技术的保障。

4. 其他地区发展股指期货的经验借鉴

1983年3月11日,CBOE推出了全球第一只股指期货产品——S&P100指数期权,随后全球其它主要交易所也相继推出了股指期货。经过近三十年的发展,今天的股指期货市场已力压群雄,无论从品种、交易量还是在地域上都获得了长足的发展。如今,国际上股指期货市场已建立起一套完善的运行体系和监管机制,积累了宝贵的经验。使在对我国股指期货的研究中,可以有的放矢地借鉴这些经验,较快地找到适合发展我同股指期货的可取路径。

四、我国股指期货面临的问题

1. 法律法规不完善

股指期货的推出需要相关的法规、交易规则加以引导和规范,要有法可依。中国的商品期货的交易量,已经位居世界第一,金融期货也在蓬勃发展,可是现有的期货期权管理条例主要还是针对商品期货期权。另外还有很多具体的证券法律条款,它已经跟现在的实际的金融市场出现了一定的不吻合的问题,也需

要调整。在监管上,在各个方面都缺乏法律规范,考虑到金融期货期权交易上的特殊性,我国还需要出台专门的股指衍生品的法律文件来进行规范。

2. 市场规范化不足

金融衍生产品市场必须以高度发达的基础性市场和完善的信用制度为依托。然而,我国金融衍生产品市场的监督管理目前处于较为混乱的状态。首先表现在多头管理上,导致政出多门、市场政策缺乏稳定性、交易所之间不平等竞争,管理混乱。其次,信息披露机制不完善,信用评级制度缺乏独立性和透明度,缺乏投资者审慎审阅机制。信用观念淡薄以及信息制度不健全都可能导致市场参与者良莠不齐,违规操作、恶意炒作,这就很难保证所需信用程度更高的期货期权交易顺利进行。

3. 投资主体尚不成熟

虽然近年来监管部门在培养机构投资者、倡导理性投资方面做了大量的工作,但从总量上看,我国证券市场的投资主体仍以散户为主,其知识、信息方面的缺乏,制约了理性的投资决策。股指期货期权作为一种金融衍生产品,其运作需要较高的技巧,这就需要投资者具有较高的业务素质和较强的资金实力,一般中小散户往往不具备这些条件。另外,在我国期权市场发展还不够成熟,从业人员的素质参差不齐,高素质人才稀缺,各从业机构对从业人员的使用标准也不一致,这不利于我国股指衍生品的推行。

五、针对面临的问题提出的建议

1. 完善相应的法律法规体系

作为二次虚拟的金融衍生工具,处于金融风险体系的“倒金字塔”的顶层,其结构的脆弱性明显,这要求对金融衍生工具市场建立全面的立法和监管体系。韩国股指市场规模的迅速扩大和其完善法律法规体系的努力密不可分。1987年韩国政府就修改了《证券法》,为股指期货推出提供法律依据。我国也应该结合实际情况,尽快制定统一的《金融衍生品交易法》,以保证金融监管框架的稳定性、持续性和一致性。再者,针对不同种类的金融衍生品产品分别制定相应的法律法规,强化各类规范的协调性和可操作性。

2. 加强监管从而推进市场的规范化

进一步加强衍生品市场监管,严格规范各类市场主体的行为,确保合法合规。根据我国国情,完善在统一法规下证监会依法监管、交易所和经纪公司自律管理的股指期货期权监管体系,加强监管部门协调,利用好已经建立的定期沟通和信息共享机制,加强合作,商讨衍生品市场协调发展的中长期方案,建立健全衍生品市场风险监控、监控、防范和处置的联动机制。另一方面,建立有效的信用评价体系,减少道德风险和信用风险的发生。

3. 加强投资者及从业人员的培养

衍生品市场投资者教育工作是指指导投资者正确认识风险,保护投资者合法权益的重要工作,也是加强市场基础建设的重要内容。持续深入的开展投资者教育工作,强化风险提示、识别、防范和化解,对于促进金融市场稳定运行和健康发展具有重要现实意义。因此,要加强股指期货期权的宣传,提高投资者的风险意识。另外,金融机构应对从业人员进行专业培训,提高从业人员的专业素养。按照教育者先受教育的原则,切实加强培训工作,确保投资者教育工作的质量。同时,鼓励社会各界积极开展投资者教育研究工作,形成投资者教育长效机制。

参考文献

- [1]高灿,只德胜.我国金融衍生品市场外市场发展现状与问题[J].长三角,2010,4(2):16-17.
- [2]刘颖.我国金融衍生品发展现状、问题及解决策略[J].大众商务,2010(110):93-94.
- [3]秦伟.浅谈股票指数期货期权与在我国的发展[M].中国科技财富,2009,09.
- [4]崔晓健,邢精平.韩国指数期权发展的10年回顾与创新借鉴[J].证券市场导报,2008(1):42-46.
- [5]杨胜刚,汪琛德.全球股指期货与期权市场的发展动向及启示[J].国际金融研究,2006:36-41.
- [6]朱明君.我国发展股票指数期权问题研究[D].西南财经大学,2006.
- [7]余书炜,陈龙.近期全球股指期货与股指期货发展状况[R].上海期货交易所博士后工作站,2005.
- [8]王利,江孝感.我国推出股指期货的可行性探讨[J].现代管理科学,2005(12):107-108.
- [9]姜洋.韩国金融衍生品市场的崛起[M].期货与金融衍生品,2004.

作者简介:郑怡婷(1992—),女,福建厦门人,大学本科,现就读于厦门大学,研究方向:金融。